



# Metals Focus

**贵金属月报**

第56期 - 2020年7月



Metals Focus 感谢其合作单位 — 中国黄金协会  
对《贵金属月报》中文版的支持



Metals Focus 感谢以下机构  
对《贵金属月报》中文版的支持



[www.valcambi.com](http://www.valcambi.com)

---



[www.asahirefining.com](http://www.asahirefining.com)

---



[www.randrefinery.com](http://www.randrefinery.com)

---



[www.gold-zhaoyuan.com](http://www.gold-zhaoyuan.com)

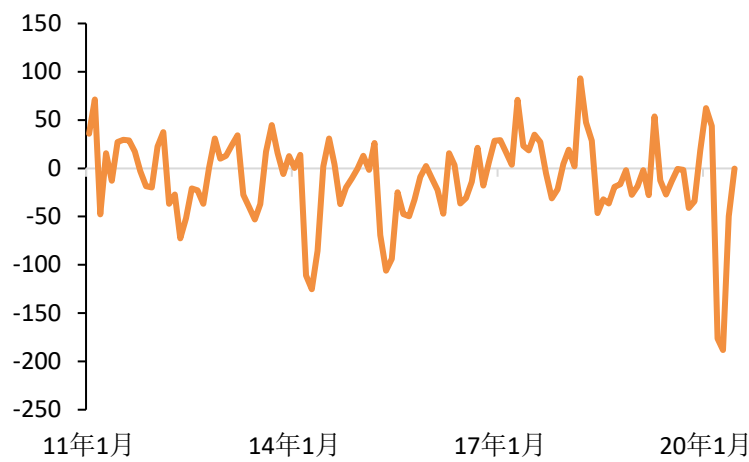
---

# 宏观经济现状与展望

- 6月份，全球市场仍弥漫乐观情绪，股市连续第三个月上涨。标普500指数虽仅较上月温和上扬1.8%，但新兴市场股市劲升7.0%。
- 尽管全球新冠肺炎确诊病例数仍继续上升，但各国政府持续实施的货币和财政刺激措施，以及投资者对中国经济的乐观预期，支撑市场风险偏好上升。撰写本报告之时，6月份（财新）服务业采购经理指数升至十年来高点后，中国股市触及五年来新高。
- 5月份，有迹象显示多个主要经济体的经济开始企稳，之后发布的经济数据超出预期。经济呈现增长势头推动大宗商品价格上行，例如，油价已回升至40美元上方，6月份LME（伦敦金属交易所）金属价格指数也上涨8.5%，创2016年11月以来最大月涨幅。
- 展望未来，我们仍对股市近期涨势的稳定性和可持续性持怀疑态度。特别是美国，每日新增确诊病例数创出新高后，一些地区已强制实施新的限制措施。
- 一些地区的经济指标虽已有所改善，但实际经济活动的活跃度仍远低于正常水平，考虑到失业率仍高企，尤为如此。
- 在这一大背景下，宽松货币政策仍将继续得到实施，今年后期还有可能进一步宽松。这会使得债券名义收益率与实际收益率都处于低水平，因而利好于贵金属投资。
- 此外，随着主要储备货币国间的利率差额不断收窄，欧洲和中国的经济更快复苏可能将会导致美元下行，为贵金属价格上行提供进一步支撑。

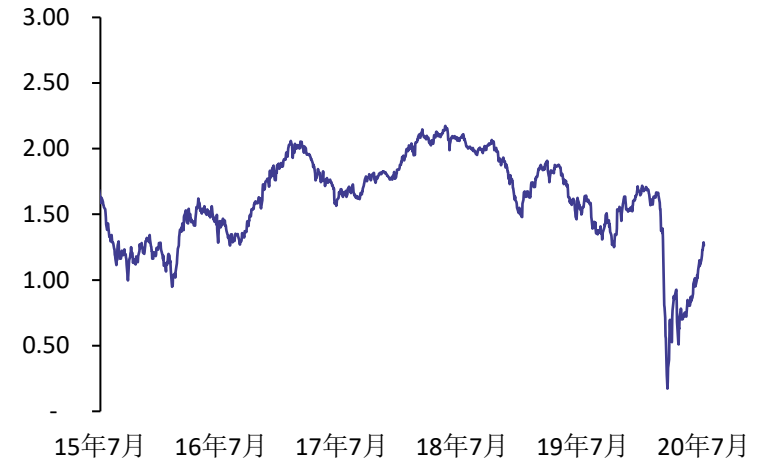
# 宏观经济现状与展望

## 中国经济意外指数



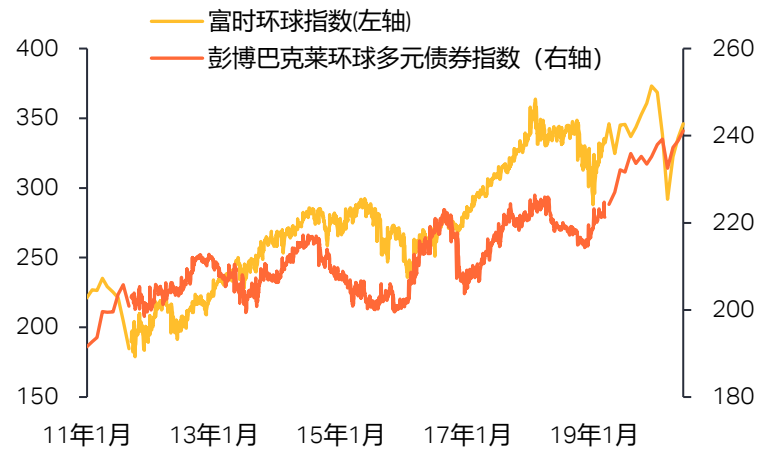
\*2020年4月3日数据。来源: Bloomberg

## 美国平准通胀率



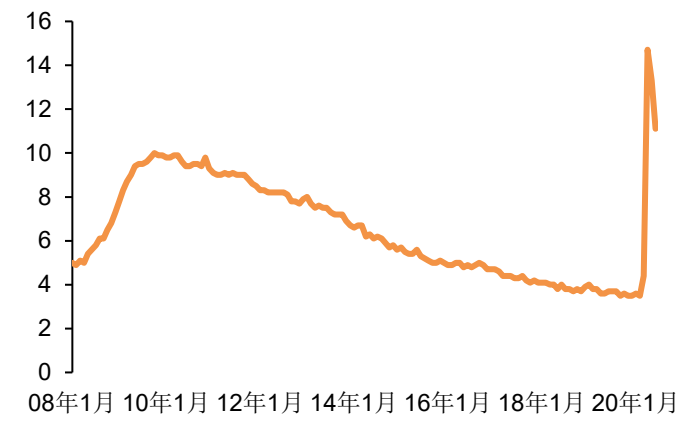
来源: Bloomberg

## 全球股票及债券市场



来源: Bloomberg

## 美国失业率，百分比%



来源: Bloomberg



# 黄金市场现状与展望

6月份黄金价格月内上涨3%，已连续第三个月走高。撰写本报告之时，金价已于2011年以来首度涨破1,800美元/盎司关口。

- 我们所作的金价预测仍与上期月报相同，预计四季度金价将挑战历史峰值1,921美元/盎司。
- 虽然6月份股市继续上涨，但各国央行纷纷启动史无前例的宽松货币政策后全球流动性飙升，仍利好于黄金投资，推动金价进一步走高。
- 鉴于疫情仍远未得到遏制，近期全球市场再度爆发抛售潮的风险切实存在，投资者仍青睐于黄金等避险资产投资。
- 6月份资金继续大幅流入黄金ETPs（交易所交易产品），月度增仓数量连续第四个月超过100吨，就凸显出投资者对黄金的兴趣高涨。
- 5月份投资者在Comex（纽约商品交易所）的黄金交易活动有所萎缩，但6月份已大幅回升。截至月底，黄金期货净多头仓数劲升23%，创4月底以来新高。7月初黄金期货价格涨破1,800美元/盎司后，可能会吸引更多技术性买盘。
- 6月24日，由巴里克黄金和中国紫金矿业合资经营的Porgera黄金矿山宣布，将裁减大部分工人。在巴布亚新几内亚政府决定对采矿租约不予续期后，该矿山从4月25日起临时关闭。最新的发展显示争端很难在短期内得到解决，因此我们预计2021年前该矿山无法恢复正常生产。

# 黄金市场现状与展望

- 主要实物黄金市场状况：
  - 5月份强劲回升后，6月份中国的黄金首饰需求量掉头向下，同比大幅下降。相比之下，受投资者避险资产需求的提振，实物黄金投资需求量仍保持良好。
  - 6月初，印度国内实际金价对伦敦市场金价的折价高达30美元/盎司，但随着全国多地解除防疫封锁措施，推动需求回升，到月底时已收窄至5美元/盎司。不过由于主要中心城市继续实施防疫限制措施，黄金总需求仍疲软。预计在疫情曲线平坦化之前，印度的黄金需求将持续疲软。
  - 在中东地区，投资者普遍看好黄金，尤以土耳其和伊朗两国的投资者为甚，他们为对抗高通胀和货币贬值而踊跃买入作为避险资产的黄金。不过保持社交距离的要求和其他限制措施仍使得夏季婚礼季节期间的黄金首饰销量受限。
  - 在西方市场，欧洲的黄金首饰需求已从4月份的低点回升，但交易量仍处于低位。例如，瑞士制表业的黄金印记用量4月份同比剧降90%后，5月份和6月份降幅已分别收窄至60%和32%。Société 5公司发布的数据也显示，法国金饰和金表的总销量在4月份同比剧降94%后，5月份降幅已收窄至51%。不过首饰业黄金用量的降幅可能大于其他贵金属，例如5月份英国首饰业的贵金属印记用量就显示黄金用量同比剧降83%，而相比而言，白银用量的降幅则“仅为”67%。
- **价格预测风险因素：**当前经济下行之势可能会长时间延续，是金价主要上行风险因素。若经济持续下行，不仅各国政府很可能会推出更为激进的货币和财政刺激措施，全球股市也可能会爆发新一轮抛售潮。

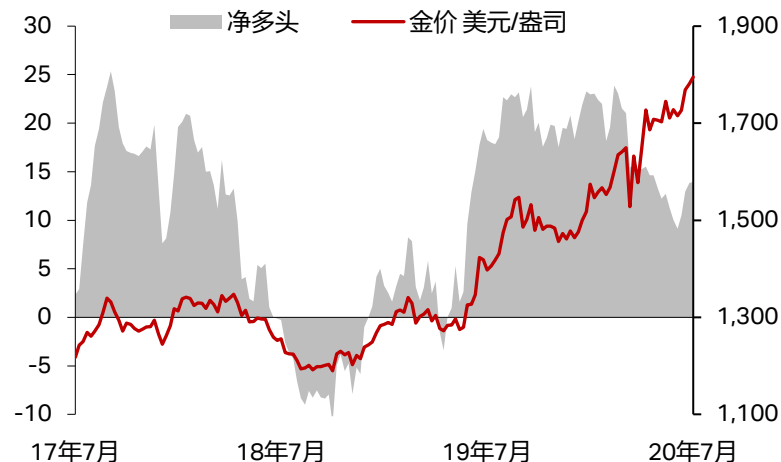
# 黄金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



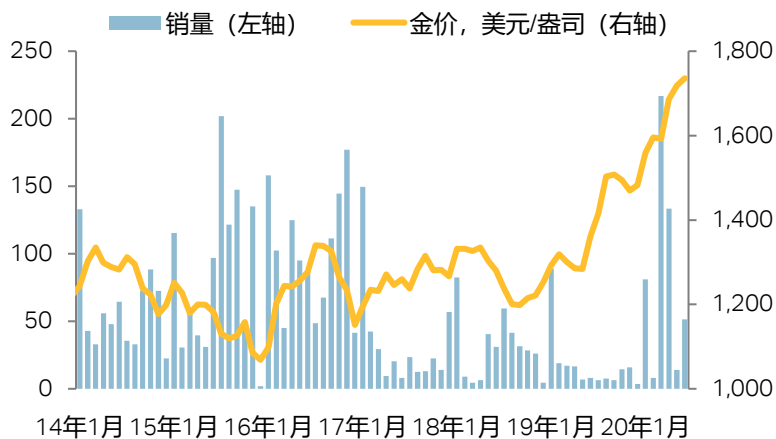
来源: Bloomberg

## Comex 净多头仓位\*, 百万盎司



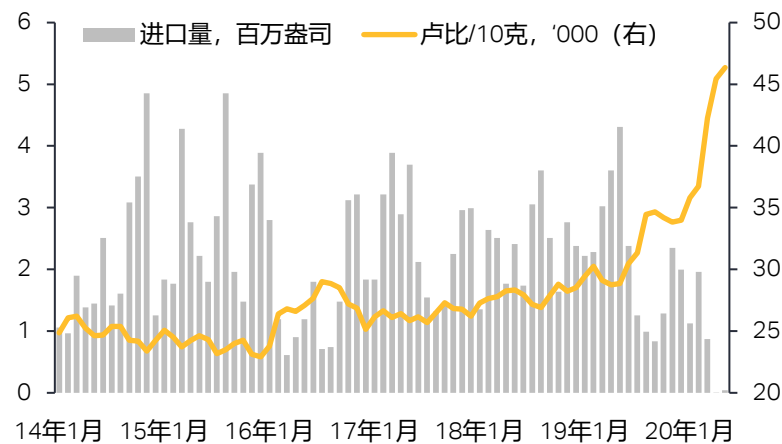
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 美国鹰洋 & 水牛金币销量, 千盎司



来源: US Mint

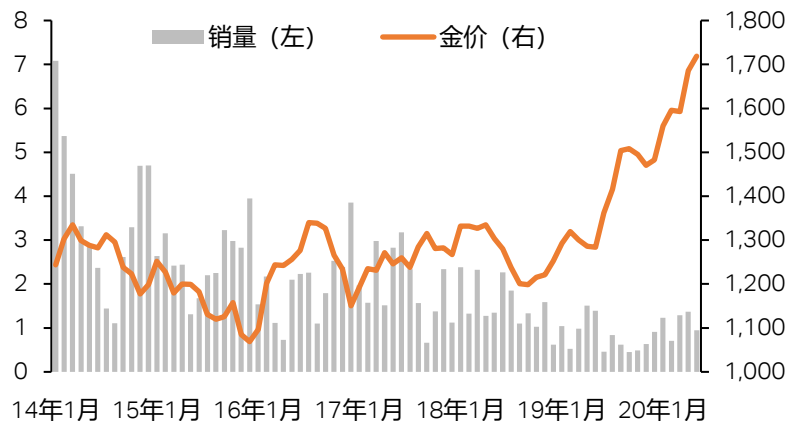
## 印度金锭进口, 百万盎司



来源: Various

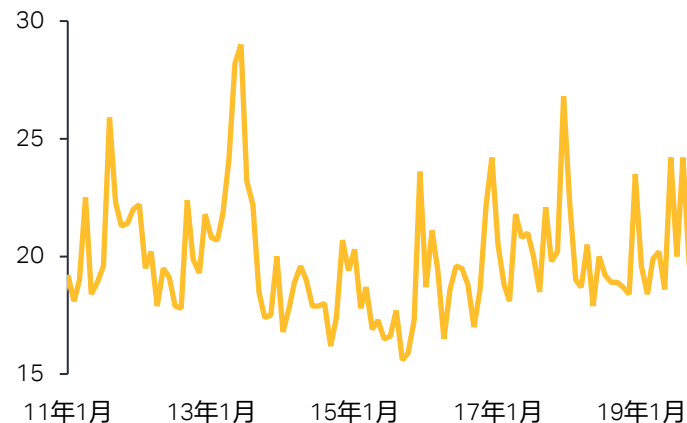
# 黄金市场现状与展望

## 香港金锭进口, 百万盎司



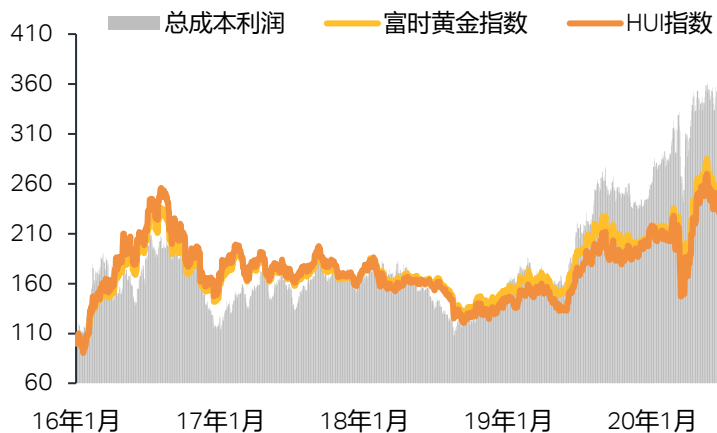
来源: Hong Kong Customs

## 伦敦金银市场清算量\*, 百万盎司



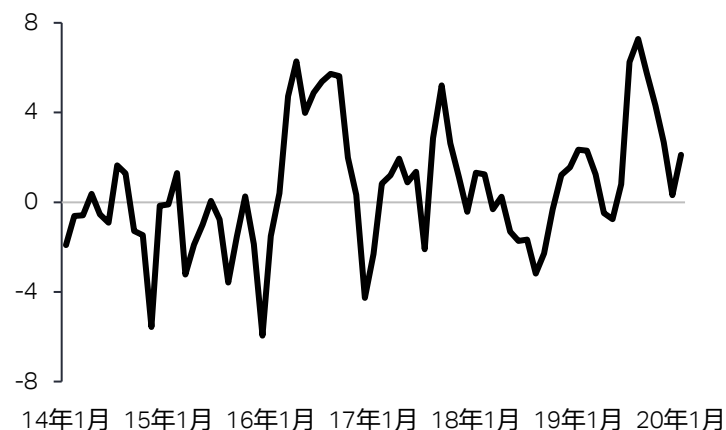
\*日均黄金交割量 来源: 伦敦金银协会

## 黄金矿产总成本利润\*



\* 指数 2016年1月1日=100  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 英国金锭净进口量, 百万盎司



来源: IHS

# 白银市场现状与展望

6月初，白银价格在3月份爆发抛售潮后首度涨破18美元/盎司，之后至月底一直在17.50-18.00美元/盎司区间内整固。7月初金价触及八年来新高，银价随之上涨，撰写本报告之时，交投于18.70美元/盎司上方。

- 6月份大部分时间内，银价都跟随金价走势波动。4月至5月期间大幅回落后，6月份金/银价格比率实际上还略有上升，之后才持稳于略低于100:1的水平。从本质上看，这应归因于白银的双重属性——既是贵金属，又是工业金属，因此与黄金相比，市场对可能爆发第二波疫情的担忧日益上升，银价受益程度相对较小。
- 6月份，投资者持有的Comex白银期货多头仓位在3月份爆发抛售潮后继续回升。全月净多头仓数劲升35%，不过仍低于2月份创出的高点。
- 6月份，白银ETP的持仓量较上月增长6%，月底时升至9.34亿盎司，刷新历史高点。虽然一般而言个人投资者在白银ETP投资中占很大比例，但近月来机构投资者对白银ETP的兴趣大大提升，推动持仓量持续上升。
- 展望未来，我们已上调今年剩余时间内的银价预测，预计银价涨幅有望再度跑赢金价涨幅，今年后期金/银价格比率有望将降至90:1一线。不过，在我们的中性预测中，明年一季度，银价可能将受黄金投资者获利了结的影响而回落，但由于宏观经济大环境仍支撑贵金属走强，二季度预计将有所回升。
- 在全球第二大产银国秘鲁，一些矿山已因近期新冠肺炎确诊病例数飙升而被迫再次停产。3月份全国开始实施防疫封锁措施后，5月份这些矿山才获准恢复生产。受到影响的产银矿山包括Hochschild矿业公司旗下的Inmaculada矿山和Trevalli矿业公司旗下的Santander矿山。

# 白银市场现状与展望

- 连续两个月走弱后，6月份白银零售投资需求量已回升。我们的季度银币销量调查显示，今年二季度欧洲和北美地区的银币销量均同比显著上升。尽管欧洲国家对银币和银条征收增值税，但由于投资者对硬资产的需求激增，加之与黄金相比白银的单位价值低，支撑零售投资者的实物白银购买量走高。
- 5月份印度白银进口量虽同比下降19%，但较4月份飙升345%，至638吨，显示需求强劲复苏。由于经济活动开始回归更为正常的水平后，农村地区的需求将快速回升，印度白银需求前景乐观。此外，印度政府力图减少从中国进口工业产品，有望提振本国的白银工业需求量，银价逐步走高也会吸引新投资者买入白银。
- 在多个工业制造大国开始放松防疫封锁措施之后，近期全球工业部门的白银需求量已缓慢回升。
  - 在光伏领域内，很多项目因疫情导致工厂停工而被迫延迟实施。
  - 新冠肺炎疫情将导致大多数国家的5G网络部署速度放缓，但中国例外，作为政府经济刺激措施的一部分，中国将加快5G网络部署。
  - 消费者信心低迷将拖累电子产品和汽车的销量走低。
- **价格预测风险因素：**主要经济体因疫情卷土重来而实施大规模封锁措施，仍是银价下行最大风险因素。此外，11月美国总统大选前美中关系日益紧张也可能导致市场动荡，对白银产生负面影响。

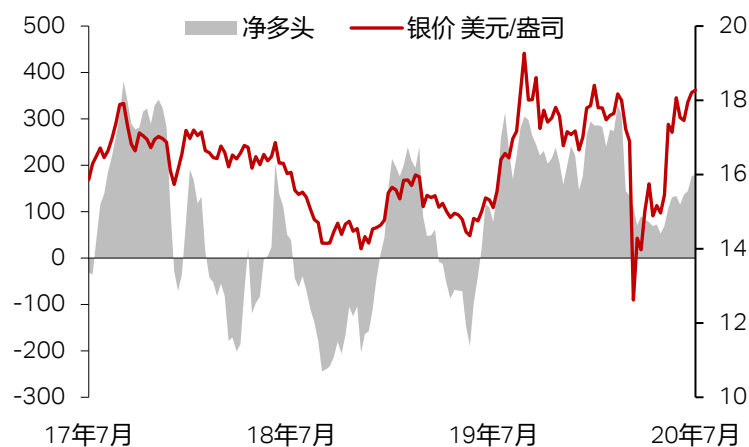
# 白银市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



来源: Bloomberg

## Comex 白银净多头仓位\*, 百万盎司



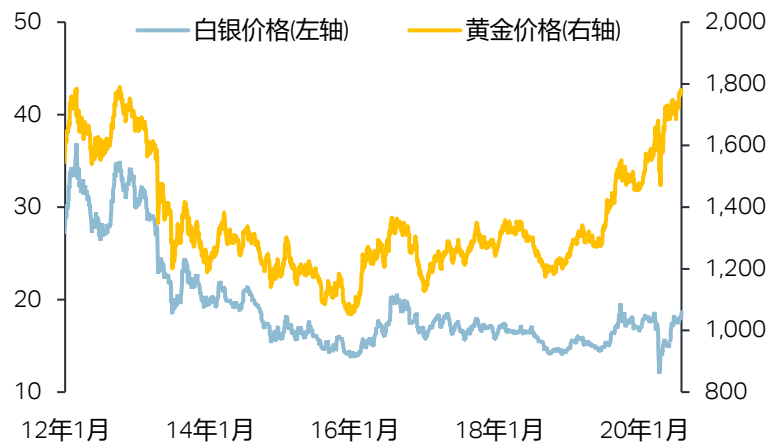
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 黄金:白银 比率



来源: Bloomberg

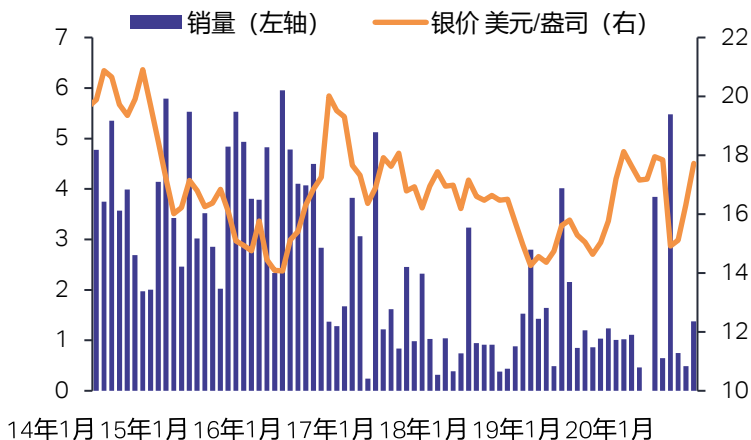
## 白银 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

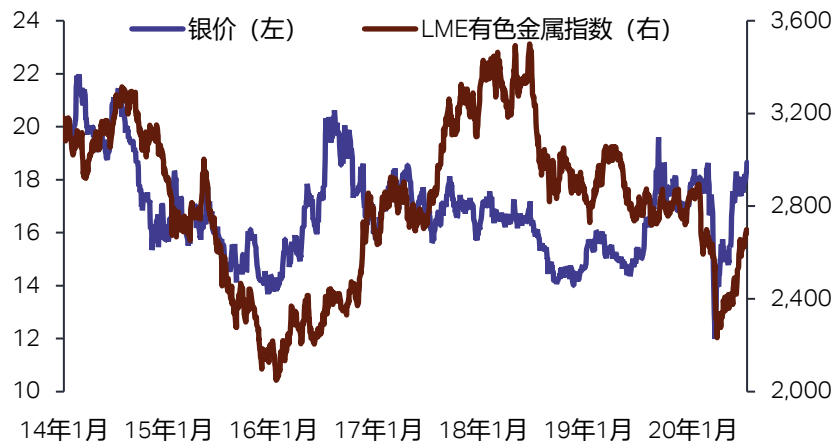
# 白银市场现状与展望

## 美国鹰洋银币月销量, 百万盎司



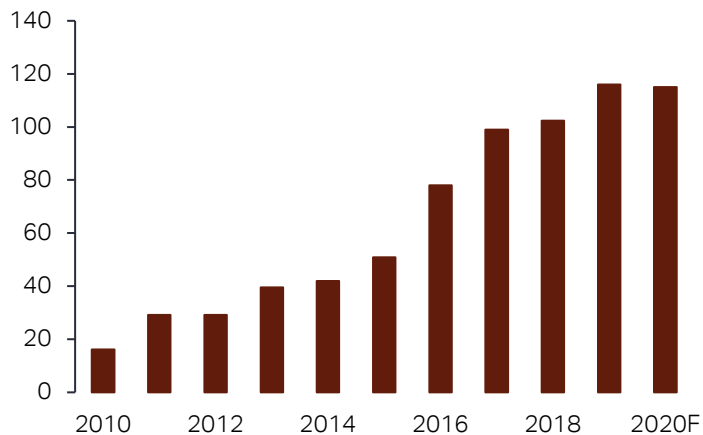
来源: US Mint

## 白银 (美元/盎司) & 有色金属价格



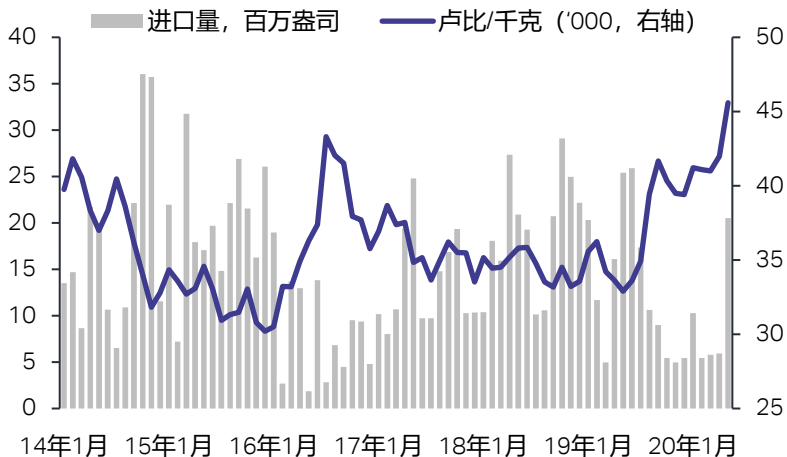
来源: Bloomberg

## 全球光伏装机容量 GW (千兆瓦特)



来源: GTM Research

## 印度白银进口, 百万盎司



来源: Various

# 铂金市场现状与展望

6月初，铂金价格触及850美元/盎司，但之后未能在此价位站稳，最终短暂跌破800美元/盎司。虽然投资者对买入铂金的态度更为谨慎，但铂价还是在800美元/盎司这一重要心理关口得到支撑，月末报收于829美元/盎司。

撰写本报告之时，铂价已重返850美元/盎司一线。

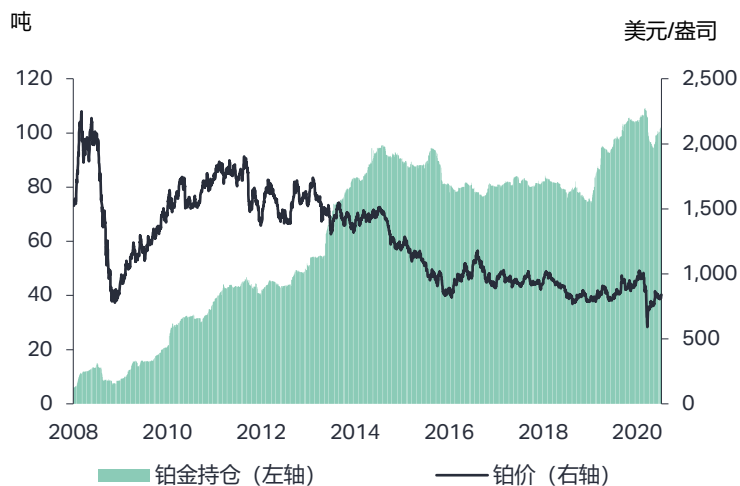
- ▶ 二季度铂金均价为795美元/盎司，为2003年以来最低季度均价，主要原因是3月份的铂价暴跌。有鉴于此，我们在上个月已大幅下调所预测的铂价，并维持今年剩余时间内的修正后预测不变。铂价面临欧洲汽车业需求弱复苏和新冠肺炎疫情给南非供应带来持久冲击的双重影响，我们预计今年三季度至明年二季度期间铂价低点将下探至700美元/盎司下方，原因正在于此。不过鉴于黄金有望挑战历史新高，其正外溢效应将使铂金受益，因此明年二季度铂价高点或将升至980美元/盎司，重返今年一季度时的高位。
- ▶ 投资者对吸纳铂金持谨慎态度，6月份铂金净多头仓位逆转上月上涨趋势。由于总多头仓位下降17%，总空头仓位又激增70%，6月份Nymex（纽约商业交易所）管理基金持有的铂金期货净多头仓位已降至38.8万盎司。
- ▶ 6月份，铂金ETP投资继续温和增长（3%），其总持仓量仅比2019年底时的340万盎司低8.3万盎司，与今年2月份创出的历史峰值相比，也仅低6%。虽然月内南非铂金基金减仓，但欧洲和北美的投资者认为铂金可能被低估而选择增仓（共增持9.4万盎司，其中北美投资者的增仓幅度更大）。我们预计今年下半年铂金ETP的持仓量将小幅上升，年底时有望重返2019年底时的持仓水平。
- ▶ 在中国，投资者对吸纳铂金依然兴趣不减，6月份上海黄金交易所的铂金买入量较上月增长11%，同比增幅更高达118%，即为明证。截至6月底，该交易所上半年的铂金总交易量已达75.5万盎司，比2019年全年的总交易量高出10%。

# 铂金市场现状与展望

- 在铂金首饰需求方面，欧洲首饰市场在4月份陷入低谷后，已出现初步复苏迹象。5月份和6月份瑞士铂金表制造商的铂金印记用量均已回升，增幅分别为37%和4%，但5月份英国首饰业的铂金印记用量则仍同比下滑74%。总体来看，均好于黄金用量情况。据在中国的市场联系人透露，由于金价较高而铂价处于低位，6月份中国铂金首饰需求同比趋势持续显著优于黄金首饰。
- 在汽车工业的铂金需求方面，6月份欧洲乘用车销量同比下降24.8%，在4月份销量剧降（该月同比降幅高达80%，创史上最大降幅）后继续回升。6月份季节因素调整后的年化销量已从5月份的630万辆大幅升至1,030万辆。随着防疫封锁措施继续放松，预计下半年欧洲乘用车销量还将进一步回升。不过全年销量仍将处于低位，因此我们维持2020年欧洲汽车业的铂金需求量将较2019年下降18%，至110万盎司的研判不变。全球汽车业的铂金总需求量也将较2019年下降14%，至240万盎司。
- 在铂金供应方面，南非铂矿企业工人的新冠肺炎确诊病例数继续升高，政府预计9月份达到峰值。鉴于须实施在工作场所保持社交距离的措施，南非铂矿企正在以约80%的生产率开展作业。英美铂业旗下ACP工厂的第二期转化炉因再次发生渗水事故而停工，但该公司计划在年底前完成对因此积压的在制品的精炼，因此全年6E(5种铂族金属加黄金)产量目标仍保持不变，为310万至360万盎司。
- 由于产能回升幅度高于预期，在制品库存量也已下降，羚羊铂业公司已对2020财年的产量指引作出修订，将6E产量区间缩小至277万至279.5万盎司。该公司位于津巴布韦的矿山受疫情的冲击小，其库存的铂精矿和粗炼铂金在下半年精炼后将补充一部分公司铂金总产量。
- 正如我们在“2020PGM Focus”（《2020年全球铂族金属年鉴》）和最新一期《五年期铂族金属预测报告》中都已指出的，尽管受到疫情冲击，2020年实物铂金供应过剩量将较2019年大幅下降——从79.5万盎司降至24.3万盎司。

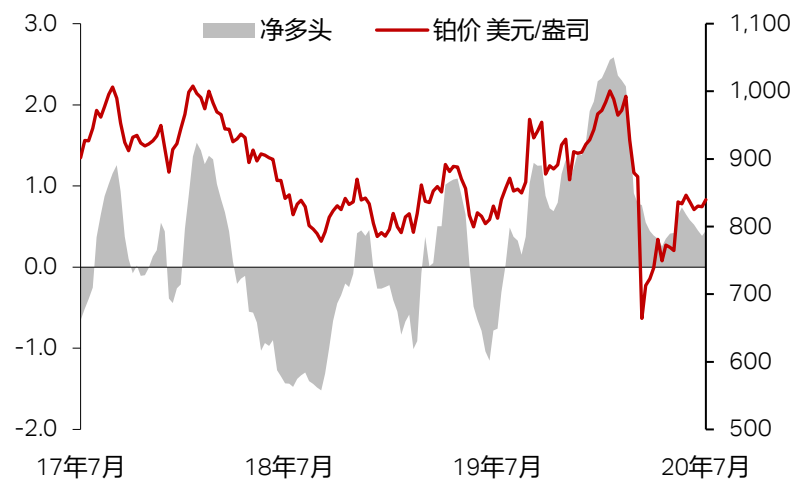
# 铂金市场现状与展望

## 交易所上市基金，吨



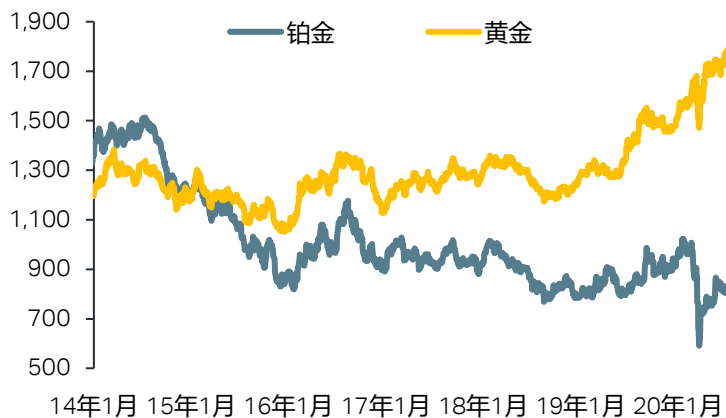
来源: Bloomberg

## Nymex 铂金净多头仓位\*, 百万盎司



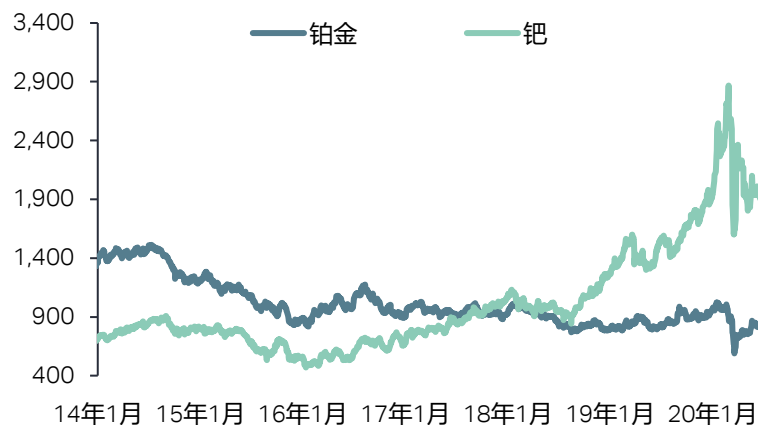
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 铂金 & 黄金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

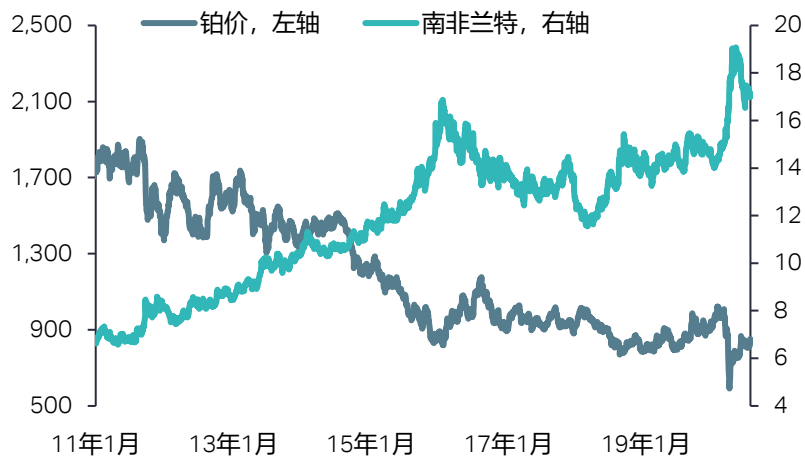
## 铂金&钯金价格 美元/盎司



来源: Bloomberg

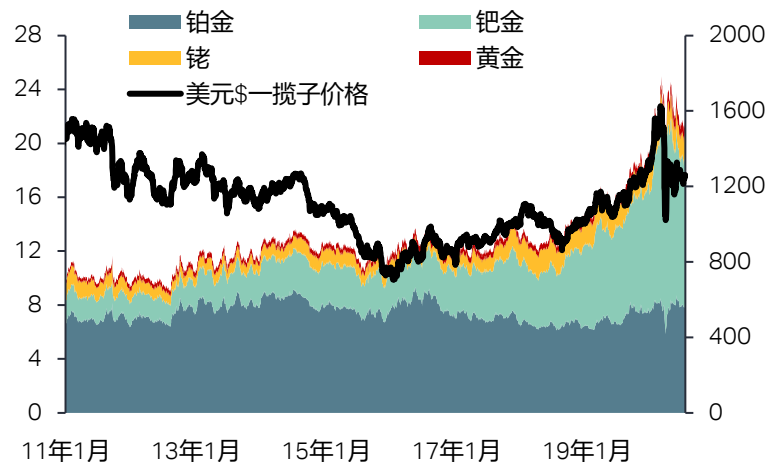
# 铂金市场现状与展望

## 铂金价格 & 南非兰特



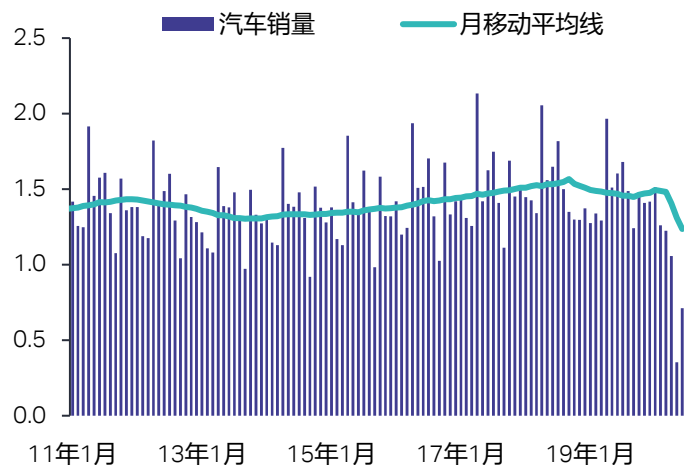
来源: Bloomberg

## 南非4E一揽子价格, 千兰特/盎司



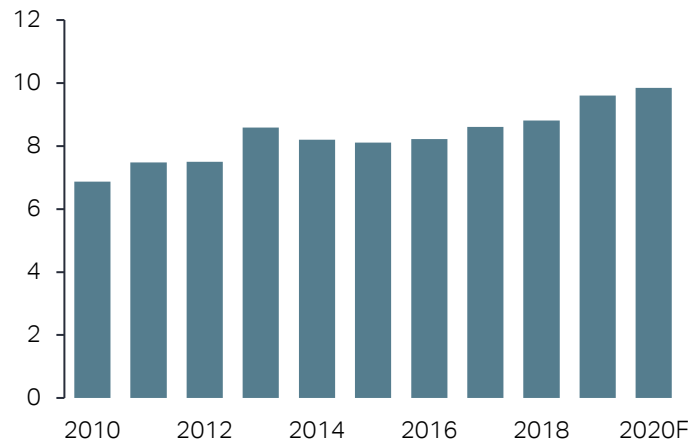
一揽子价格基于经典南非金属分割, 包括56.6%铂, 33.2%钯, 7.7%铑以及2.6%金。  
来源: Metals Focus, Bloomberg

## 欧洲汽车月销量, 百万辆



来源: Bloomberg

## 铂金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus

# 钯金市场现状与展望

5月份钯金价格报收于1,940美元/盎司，进入6月份后，尽管钯价曾跌破1,900美元/盎司，也曾短暂站上2,000美元/盎司，但全月大部分时间内的走势仍大致与上月相同，月末报收于1,918美元/盎司，7月初也交投于该价位。

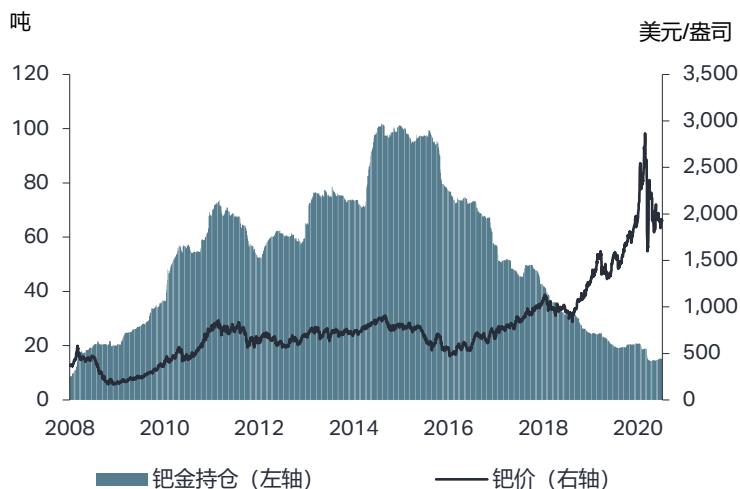
- 在上期月报中下调所预测的钯价后，基于我们对今年剩下时间内钯金需求前景的预期，在本期月报中我们维持所作钯价预测不变。
- 由于北美和中国这两大汽车市场的需求呈不同变化趋势，而且钯金市场的流动性低，钯金价格大幅波动在所难免。
- 预计美国和中国的汽车产量有望在2020年底或2021年初恢复至新冠肺炎疫情爆发前的水平，而钯金市场又将连续第十年出现供应短缺，地上存量将进一步下降，因此2021年一季度钯价或将攀升至3,000美元/盎司，再创历史新高。虽然从二季度起可能回调，但应能处于2,000美元/盎司上方。
- 在钯金投资方面，上半年钯金ETP持仓量同比下降26%（减持12.8万盎司），目前的持仓量为50.7万盎司，相较于2014年8月所创历史峰值（310万盎司）仅低16%。由于一季度市场崩盘期间投资者抛售资产以换取现金，钯金ETP的持仓量减少20万盎司。不过随着中国汽车销量稳健增长，二季度ETP投资者暂时增持2万盎司钯金。
- 由于钯价走低提供了买入机会，6月份美国和欧洲钯金ETPs的持仓量均小幅走高，共增持1万盎司。相比之下，全月南非上市基金则减持了4万盎司钯金。
- 因钯价走低，其长期基本面又向好，6月份Nymex钯金期货净多头仓数进一步温和上升，至11.8万盎司。

# 钯金市场现状与展望

- 根据中国乘联会的数据，6月份中国乘用车零售量较上月增长2.9%，其中豪华车销量在总销量中的份额达到创纪录的15%，销量同比上升27%。同时，乘用车产量同比上升13.1%，OEM厂商称目前来自欧洲的汽车零部件供应已恢复正常。
- 二季度北美地区的汽车销量全面下滑。不过随着部分被压抑的消费需求得到释放，政府也解除了对企业和家庭活动的限制，并推出了很具吸引力的消费刺激计划，6月份北美汽车业的处境已有改观，季节因素调整后的汽车年化销量从5月份的1,220万辆升至1,300万辆。
- 诺里尔斯克镍业公司一家全资子公司运营的仓储中心发生事故，导致2.12万吨柴油燃料泄漏。预计清理费用将达1.5亿美元，俄罗斯环保监管部门还要求该公司支付20亿美元的损害赔偿金。不过诺里尔斯克镍业公司今年的产量预计不会受到影响。
- 由于防疫封锁措施导致向冶炼厂供应报废汽车受到影响，近月来废汽车催化剂的回收量已下降，其中欧洲和北美地区的降幅尤其大。鉴于现在这些措施已解除，未来旧车供应问题应能得到缓解。不过新车销量下降造成的影响更大，因此今年全年来自废汽车催化剂的铂族金属回收量很可能显著下降。
- **铂金与钯金价格预测风险因素：**欧洲各国政府大力推进汽车电气化，美国政府的刺激措施到期，失业救助也逐步停止，所有这些因素都可能打压汽车需求，导致汽车业销量预期遭进一步下调。此外，重要消费市场爆发第二波疫情是另一大价格下行风险因素。另一方面，疫情对南非采矿业的冲击加大，则有可能导致钯金市场供应趋紧（远大于对铂金市场供应的影响），在短期内推高钯价。

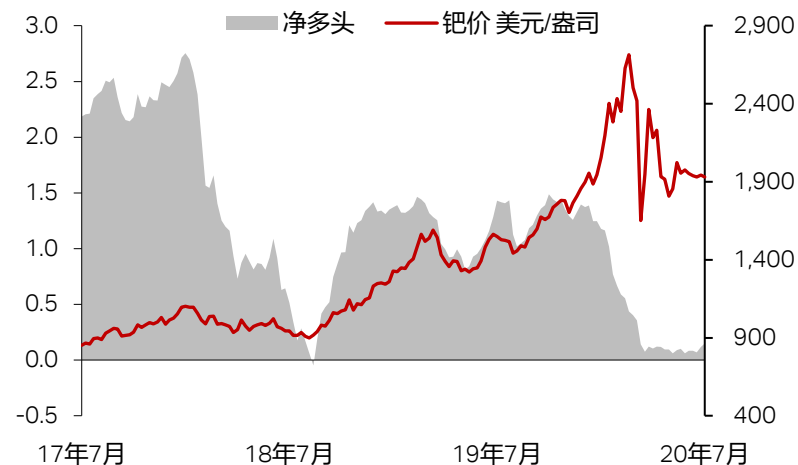
# 钯金市场现状与展望

## 交易所上市基金, 吨



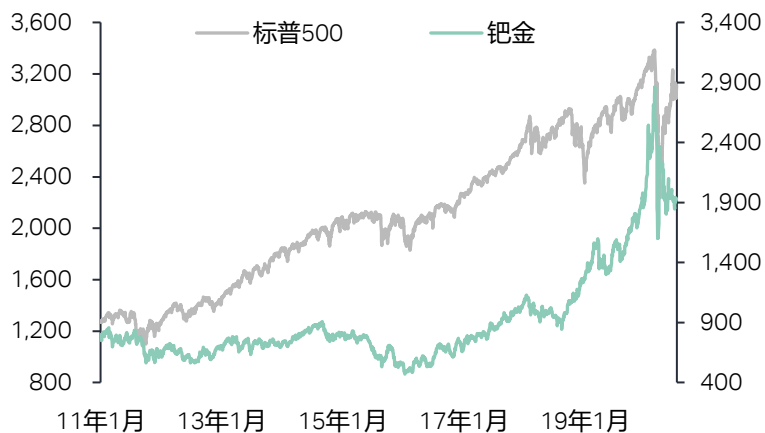
来源: Bloomberg

## Nymex 钯金净多头仓位\*, 百万盎司



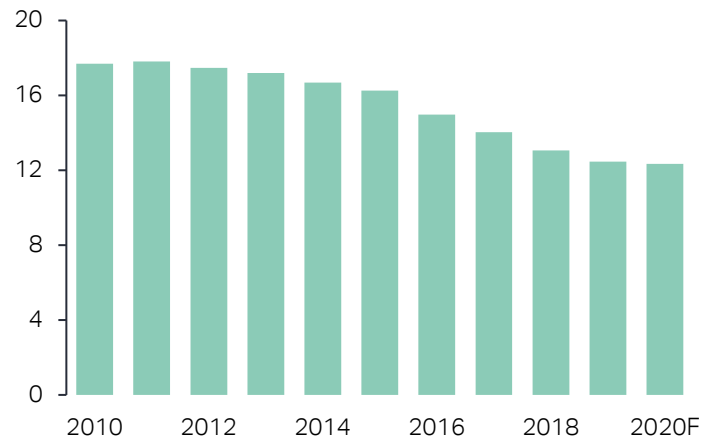
\*管理基金(Managed Money)仓位; 来源: CFTC

## 钯价 & 标普 500



来源: Bloomberg

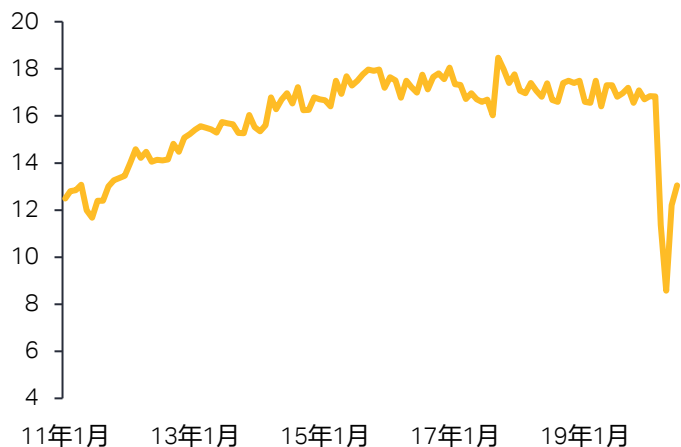
## 钯金地上存量\*, 百万盎司



\*年末数; 来源: Metals Focus  
2020年底预测并未将近期供应中断纳入考量。

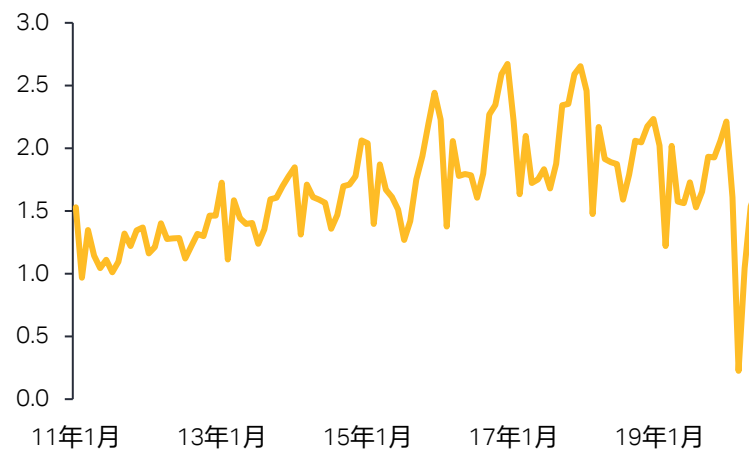
# 钯金市场现状与展望

## 美国汽车季节性调整年化销售速率, 百万辆



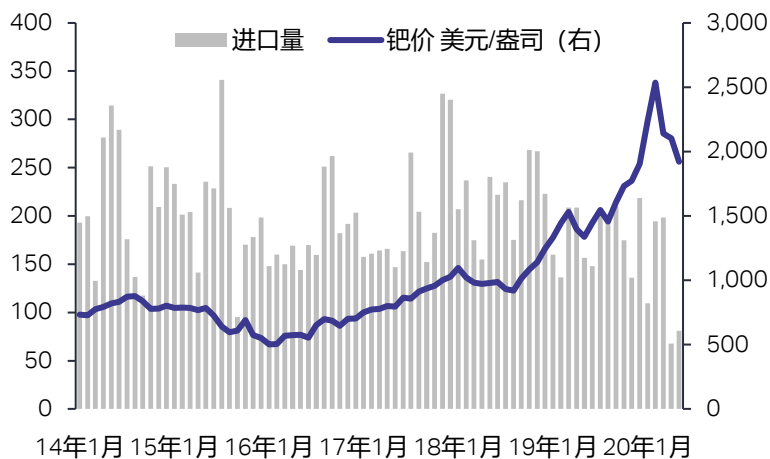
来源: Bloomberg

## 中国汽车月销量, 百万辆



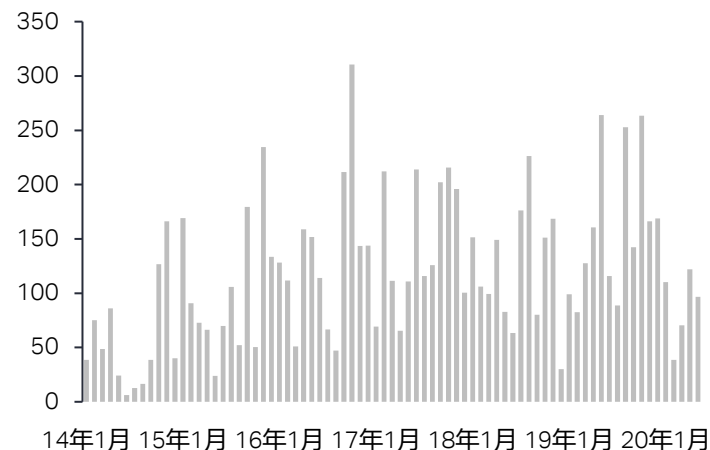
来源: Bloomberg

## 美国钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

## 香港钯锭进口, 千盎司



来源: IHS

# The Metals Focus Team

**Philip Newman**, 董事

**Charles de Meester**, 董事

**Wilma Swarts**, 铂组金属主管

**Philip Klapwijk**, 首席顾问

**Junlu Liang**, 高级研究员

**Simon Yau**, 高级顾问, 香港

**Peter Ryan**, 独立顾问

**Elvis Chou**, 顾问, 台湾

**Michael Bedford**, 顾问

**David Gornall**, 顾问

**Sanjay Saraf**, 区域销售总监

**Mirian Moreno**, 业务经理

**Mansi Belge**, 研究助理, 孟买

**Adarsh Diwe**, 研究助理, 孟买

**Nikos Kavalis**, 董事

**Adam Webb**, 矿业组主管

**Neil Meader**, 研究与咨询经理

**Chirag Sheth**, 南亚顾问, 孟买

**Yiyi Gao**, 高级研究员, 上海

**Çağdaş D. Küçükemiroğlu**, 顾问, 伊斯坦布尔

**Dale Munro**, 顾问

**Harshal Barot**, 顾问, 孟买

**Francesca Rey**, 顾问, 马尼拉

**Celine Zarate**, 顾问, 马尼拉

**Jie Gao**, 研究员, 上海

**Sarah Tomlinson**, 研究员

**Neelan Patel**, 区域销售总监

**Sonya Boromand**, 办公室经理

# M# METALS FOCUS

## 联系方式

### 地址

Unit T, Reliance Wharf  
2-10 Hertford Road  
London N1 5ET  
UK

电话: +44 20 3301 6510

邮箱: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)

[www.metalsfocus.com](http://www.metalsfocus.com)

彭博Metals Focus主页: MTFO

彭博聊天: IB MFOCUS

## 免责声明 和 版权声明

**Metals Focus**是此报告所有版权的所有者。本公司已尽力确保本书中信息的准确性，但是不担保本报告中预测性和假设性内容的准确性。本报告仅为提供信息之用，不可作为投资者购入或卖出任何证券产品的依据，亦不提供任何与投资买卖相关的建议。**Metals Focus**公司在此明确对下述情况不承担任何责任：任何个人或组织由于阅读或依赖本书引发的任何直接、间接以及由此可能产生的损失，包括（但不限于）收入损失、经营损失、利润或合同损失、预计存款损失、信誉损失以及侵权、合同中断或其他可以预见的损失。